

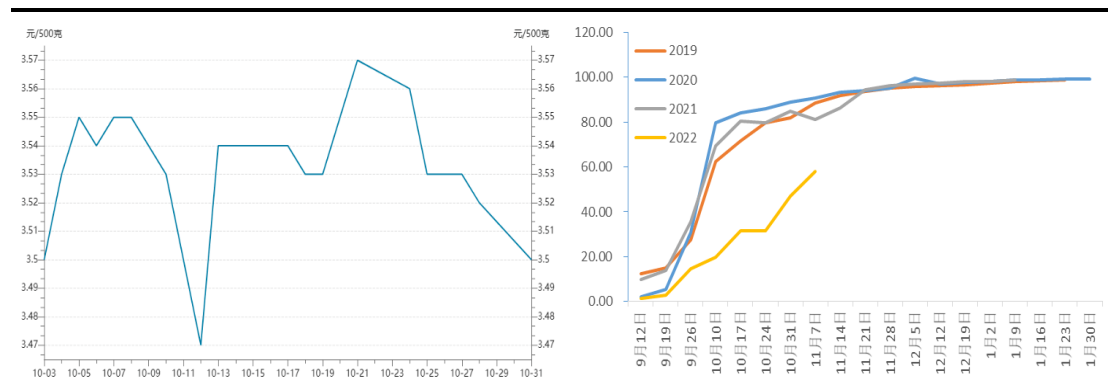
棉花：市场情绪回暖，后市需求不容乐观

姚禹 华安期货

近期郑棉价格延续下行趋势，郑棉主力合约价格在跌破 13000 元/吨之后，棉企悲观情绪进一步蔓延。之前市场期待已久的籽棉收购并未能承担起“复苏”棉价的重任，因抢收不再，籽棉收购价在棉农与轧花厂之间的博弈中逐步找到平衡点，目前主流收购价格大致位于 5.5—6.5 元/公斤的区间内。不考虑其他成本的话，折合 3128B 棉花价格大致位于 12600—12900 元/吨之间；从当前的期货盘面价格来看，盘面价格位于企业的收购成本之下，企业套保难度较高。在价格下行的压力之下，轧花厂对于新棉收购的意愿持续走低。截至 10 月 28 日，全国新棉交售率仅为 57.9%，远低于近四年的交售水平。若按照之前预测新棉产量 606.1 万吨测算，交售籽棉折算皮棉重量 256.5 万吨。疫情扰动也对于新棉加工进程产生了一定影响，新棉加工率仅为 26.7%，较过去四年均值下降 14.6 个百分点。

图 1 新疆 3128B 籽棉收购价格

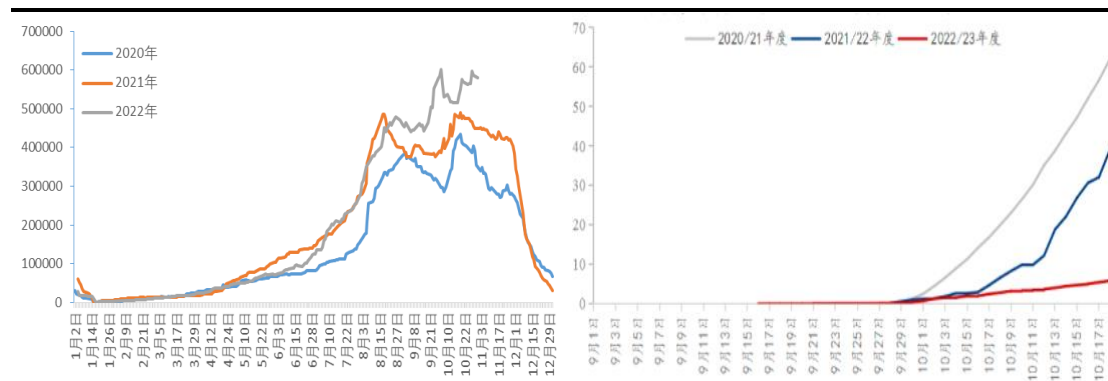
图 2 籽棉交售率



从目前期货盘面持仓量来看，1 月合约目前持仓量高达 59 万手，远高于近几年的持仓水平。盘面持仓量目前折合虚拟棉花库存约为 300 万吨，由于陈棉交割问题将会在 11 月合约中得到解决，故 1 月合约交割只需考虑新棉问题。假设按上文 26.7% 新棉加工率所加工的新棉全部在 1 月合约进行空头套保操作计算，1 月合约中仍有近 30 万手的天量投机仓。因此这些投机仓必须在交割前完成平仓了结出场的操作，而这也将为 1 月合约的底部成型提供支撑。截止到 2022 年 11 月 7 日 24 点，累计公检 143.3 万包，合计 32.3 万吨，同比减少 79.75%。新疆棉累计公检量 31.1 万吨，同比减少 80.40%。若按照去年 12 月 31 日公检数量 460 万吨来对今年同期公检数量进行估算，考虑到疫情对于新棉加工进程的影响，现阶段我们预计年末新棉公检数量在 120-140 万吨的区间内。

图 3 CF1 月交割期货持仓量

图 4 2020-2022 年度棉花公检数量



截至 11 月 8 日交易所公布的棉花仓单数量为 5261 张，合计约 21 万吨。11 月合约目前

成减仓趋势，现有持仓量约 1000 手，因此可以预计 11 月最终交割数量应不足 1 万吨。由于目前所注册的仓单大多为 21/22 年度仓单，故其面临仓单注销问题。22/23 年度仓单注册数量仅有 9 张。而在 1 月合约天量持仓的背景下，公检数量能否快速增长决定着期货市场中可交割仓单数量的增减。换言之，站在目前的情况来看，1 月合约大概率面临交割货源不足的局面。因此在未来投机盘平仓以及 1 月可交割货源紧张的预期中，可能会带动棉价出现阶段性反弹行情。

虽然目前盘面现状给棉价阶段性反弹提供了一定机会，然而基本面格局颓势难改是棉价出现反转行情最大的阻碍。市场对于“金九银十”传统旺季的期待导致刚需备货行为增加，下游开机率环比出现上涨。但我们根据棉花表观消费量测算后发现，8 月国内棉花表观消费量为 74.4 万吨，9 月国内棉花表观消费量为 74.1 万吨。传统旺季真正来临之时棉花消费量不增反降，这无疑给棉纺市场蒙上一层阴影。10 月受全国疫情散发影响，物流受阻，成品去库大幅放缓，原料补库难度加大，纺纱利润空间被压缩，因此 10 月棉花消费量减少基本已成定局。而 11 月棉花消费又将进入淡季，年末阶段除春节前备货之外，我们对棉纺消费端并无太大期待。

图 5 盘面纺纱利润

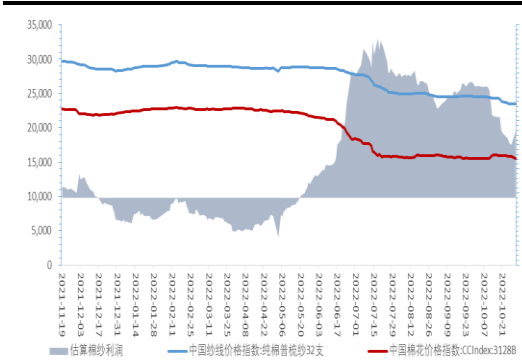
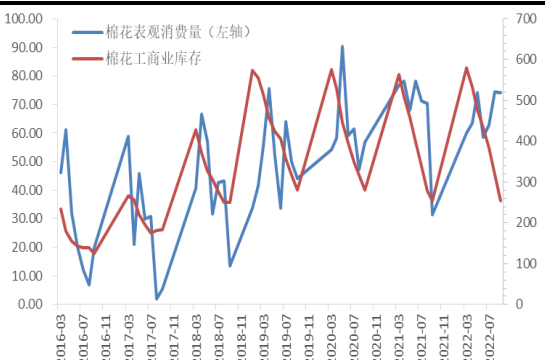


图 6 棉花表观消费与工商业库存

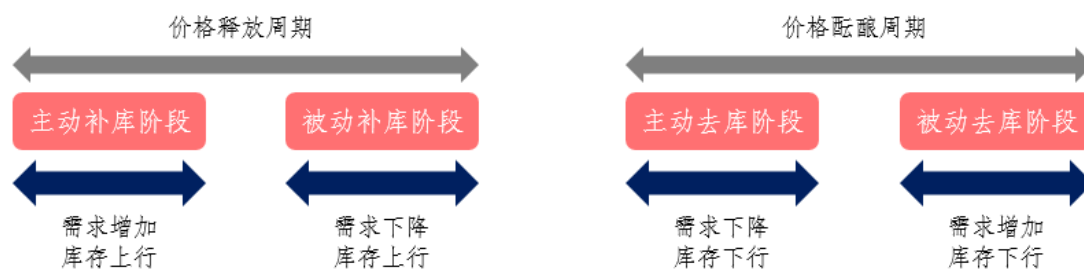


出口方面，今年度受到美国疆棉禁令的影响，叠加大量欧美订单流回东南亚，我国纯棉制品出口受到严峻挑战。不能否认的是，以东南亚为代表的新兴纺织出口国和印度等老牌纺织大国正不断冲击我国在欧美国家棉纺织大国的地位，而美国的相关政策似乎有不断加快这一趋势的势头。9 月我国纺织纱线、服装及衣着附件以美元计价的出口金额出现明显回落，而当月人民币兑美元又处于贬值通道，由此可估算我国棉制品出口数量是呈现出下滑局面的，我国欧美市场出口困境尤在。

表 1 我国棉纺行业库存周期划分

库存周期	2016—2019	2019—至今
主动补库	2016.12-2017.12	2019.12-2021.3
被动补库	2017.12-2018.3	2021.3-2022.6
主动去库	2018.3-2018.12	2022.6-至今
被动去库	2018.12-2019.12	

从库存周期视角来看待我国目前棉纺行业所处周期，根据我国棉花表观消费量与工商业库存间的波峰与波谷之间关系划分，我国棉纺行业目前正处于主动去库存阶段，纺企以去库存为主要任务，而市场需求则呈现下降趋势。这也是新一轮价格酝酿周期的开始。



国内棉纺基本面表现不佳，美棉市场同样面临需求疲软窘境。受到种植期内美棉主产地旱情的影响，新年度美棉优良占比处于近年来低位，其品质令人担忧，故新年度美棉签约量表现不佳；同时，因干旱导致密西西比河流域水位偏低引发美国驳船运费飙涨，叠加美元指数数的上升，市场可能减少对美棉需求，寻求其他渠道棉花资源。由于巴西 22/23 年度棉花预计于 11 月开始播种，预测产量为 310 万吨，与当前年度的 250 万吨相比增产 27%。21/22 年收获的 250 万吨皮棉量仍高于去年的 236 万吨；而今年澳大利亚的棉花产量约为 125 万吨，创历史最高水平。全球市场对巴、澳棉花的需求或有所提升，将会弥补因美棉品质低而导致需求下降的缺口。在全球经济下行以及美联储加息的压力下，CFTC 基金持仓净多头呈现下降趋势，on-call 尚未点价合约环比减少，盘面做多情绪支撑力度不强；美国服装批发商库存处于高位，未见明显去库迹象，消费端发力较弱，美棉市场亦缺乏活力。

综上所述，短期内郑棉或在 1 月合约价格的带动中出现阶段性反弹行情，但受到棉纺行业基本面羸弱未改，尤其是需求端难有起色，在全球经济增速衰退的大背景下，棉花难以独善其身，仍将处于震荡寻底过程中。